

学校编码: 10384

分类号____密级____

学 号: 15120051301127

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司资产重组绩效的实证研究

An Empirical Study on the Performance of Asset
Restructuring of Listed Companies in China

许 超

指导教师姓名: 苏新龙 副教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文, 是本人在导师指导下独立完成的研究成

果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

并购重组是证券市场最能体现市场效率、最具创新活力的一环。但是无论在外国还是国内，关于企业并购绩效的争论从来没有停止过。我国已经成为世界上主要的并购重组市场之一，因此分析我国企业的并购重组绩效具有重要的现实意义。本文对并购重组的相关概念进行了分类，回顾了国内外企业并购重组的历史，归纳了西方的并购重组理论，然后以我国上市公司为样本进行了实证研究。

2000—2002 年是我国上市公司并购重组的发展阶段，随着《上市公司收购管理办法》的颁布和实施，使上市公司并购重组活动进入了更加完善和全新的阶段。本文正是以 2002 年证券市场上具有代表性的重大资产重组为样本进行实证检验，考察了新时期我国上市公司并购重组的绩效情况。

国内外学者对并购重组效应的分析中，常用的方法有两类，一是建立在财务数据基础上的财务指标法，二是建立在股价基础上的事件研究法。本文详细综述了国内外运用这两种研究方法进行实证分析的研究。

在以前研究文献的基础上，论文首先采用财务指标法和主成分分析法，对 2002 年发生重大资产重组的 37 家上市公司的长期业绩进行实证分析，发现重大资产重组一定程度上改善了企业的长期业绩。通过进一步分析，我们发现，跨行业的重组、ST 公司的重组使得长期业绩改善较显著；而行业相关重组导致了业绩的长期下滑，民营企业主导的重大资产重组业绩改善要比国企主导的更好。

同时，本文运用事件研究法对同一样本在首次公告日前后的市场反应进行了分析。结果发现：重大资产重组显著地改善了企业的业绩，这和财务指标法的研究结论相一致。通过进一步的研究，我们发现，跨行业重组和关联方重组显著地改善了企业的业绩，但是 ST 公司的重组没有改善企业的业绩，这和财务指标法的研究结论不一致。

关键词：重大资产重组；绩效；实证研究

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

No element is more influential than M&A (Merge & Acquisition) in efficiency and innovation of securities market. However, the discussion on whether the performance of M&A is good or not has never stopped all over the world. China has become one of the major M&A market in the world, so the study on M&A performance has a great practical significance. This thesis defines the types and forms of M&A, provides a historical review on M&A practice at home and abroad, summarizes the M&A theories in western countries, then does empirical study on the performance of listed companies of M&A in China.

Period between 2000 and 2002 is the development stage of M&A of listed companies accompanied. By the promulgation and implementation of <Administrative Measures On Acquisition Of Listed Companies>, which touch off a new round of progress and fulfillment for M&A of listed companies. On the ground of representative samples of the Momentous Asset Restructuring (MAR) in 2002, this thesis probes into the performance of M&A of Chinese listed companies in the new era.

When it comes to the effects of M&A, two approaches are habitually adopted by home and overseas scholars: one is financial index method which takes advantage of financial data. The other is event study based on stock price. This thesis summarizes empirical analysis of the two measures at home and abroad in detail.

Based on the studies, this thesis firstly uses financial index method and principal components to analyze the long-run performance of 37 listed companies which undergo momentous asset restructuring in 2002. The conclusion as follows: To a certain extent, MAR improve their long-run performance successfully. With further analyze, we find that the restructuring of cross-industries and ST companies yield marked improvement, however, the industry relevant restructuring make the performance deteriorate, and the restructuring dominated by private enterprises are better than that dominated by state-owned firms.

At the same time, it analyzes the changes of operating performance before and after MAR as well as the market responses before and after the initial announcing day

for the same sample through event-study methodology. The conclusion as follows: MAR improve their performance significantly, which maintain a consistent to the financial index method . With further analyze, we find that the restructuring of cross-industries and related parties improve their performance significantly, but the restructuring of ST companies do not as well, which is different from the conclusion of financial index method.

Key Words: Momentous Asset Restructuring; Performance; Empirical Study

目 录

第一章 绪 论	1
一、研究背景	1
二、研究意义	1
三、研究方法	2
四、论文框架	3
第二章 并购重组的类别	4
一、并购重组的分类	5
二、并购行为	5
三、重组行为	7
四、并购重组混合行为	7
第三章 国内外企业并购重组浪潮及其有效性分析	9
第一节 美国企业并购重组历史	9
一、第一次并购重组浪潮：1895—1904	9
二、第二次并购重组浪潮：1922—1929	10
三、第三次并购重组浪潮：20 世纪 60 年代	11
四、第四次并购重组浪潮：1981—1989	12
五、第五次并购重组浪潮：1992—至今	13
第二节 我国企业并购重组历史	14
一、第一次并购重组浪潮	14
二、第二次并购重组浪潮	15
三、第三次并购重组浪潮	16
第四章 并购重组的主要理论依据	18
第一节 协同理论	18
一、管理协同	19
二、经营协同	20
三、财务协同	21
第二节 代理成本理论	22

第三节 狂妄假说	23
第四节 市场主导行为下的再分配理论	24
第五节 其他理论	25
一、市场势力理论	25
二、交易费用理论	25
三、闲置现金流量假说	25
第五章 并购重组绩效研究文献综述以及实证检验	27
第一节 文献综述	27
一、会计研究法文献综述	27
二、事件研究法文献综述	29
第二节 会计研究法实证分析	32
一、研究样本	32
二、会计研究法实证设计	33
三、结果分析	36
第三节 事件研究法实证分析	42
一、事件研究法设计	42
二、结果分析	44
三、两种研究方法结论的对比	52
第六章 总 结	53
一、主要结论	53
二、贡献和不足	53
参考文献	55
后 记	58

Contents

Chapter 1	Introduction	1
Section 1	Research Backgroud.....	1
Section 2	Research Significance	1
Section 3	Research Method	2
Section 4	Research Framework	3
Chapter 2	The Category of M&A	4
Section 1	The Categories of M&A	5
Section 2	The Activities of Mergers	5
Section 3	The Activities of Restructurings.....	7
Section 4	The Mixed Activities of M&A.....	7
Chapter 3	M& A wave of Enterprises at home and abroad and Their Effectiveness Analysis.....	9
Section 1	The History of M&A in USA	9
Section 2	The History of M&A in China.....	14
Chapter 4	The Main Theoretical Basis for M&A	18
Section 1	Synergy Motive	18
Section 2	Agency Motive	22
Section 3	Hubris Hypothesis	23
Section 4	Redistribution	24
Section 5	Other Theory.....	25
Chapter 5	A Literature Review and Empirical Test on the Performance of Company's M&A.....	27
Section 1	Literature Review	27
Section 2	Accounting Study	32
Section 3	Event Study	42
Chapter 6	Conclusions.....	53
Section 1	The Main Conclusions.....	53
Section 2	Contributions and Inadequate	53
References	55
Postscript	58

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

一、研究背景

作为社会资源配置的重要方式之一，企业并购重组是证券市场最能体现效率和活力的一环。纵观世界各国，上市公司并购重组一直都是证券市场永恒的主题。

经过 100 多年的发展，企业并购规模不断扩大，并购成为与贸易、直接投资相提并论的经济活动，也成为企业发展的一种主流工具和观念。企业并购重组之所以能提升到如此重要的地位，是因为企业面对自身发展的需求和激烈的外部竞争，要想保持不败之地，通常有两种途径来壮大自己：一是依靠自身力量的积累；另外一种是外部成长。而并购重组正是企业达到企业成长扩张目的的主要方式和手段。

我国企业并购重组的历史并不长，但是自从 1993 年“宝延事件”拉开我国上市公司并购重组的帷幕以来，并购活动风起云涌，愈演愈烈，已经成为世界上最主要的并购重组市场之一。2005 年中国股权分置改革以来，我国股票指数连续翻番。目前，股权分置改革已接近尾声，全流通顺利实施，市场恢复了定价和价值发现的功能。可以说，我国资本市场和国际资本市场全面对接的条件基本成熟，我国资本市场的体制改革使命已经淡化，资源配置功能开始发挥重要作用。因此，我国企业并购重组将会迎来一轮新的高潮。

目前我国资本市场正在逐渐走向规范。为了给我国企业并购重组提供一个好的政策环境，中国证监会对 2002 年 12 月 1 日实施的《上市公司收购管理办法》进行了修订并于 2006 年 9 月 1 日开始实施。在此之前，证监会于 2001 年 12 月 13 日就出台了《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》，此办法自 2002 年 1 月 1 日起开始施行。2008 年年初，中国证监会又公布了《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法（征求意见稿）》，来规范我国的并购重组市场。这些政策使并购重组有法可依、有章可循，并增强了市场化的约束机制，将会为上市公司的并购重组搭建更为广阔的平台。

二、研究意义

目前，国内不少媒体关于企业并购重组的报道，都给人一种美好的想象，即

并购重组总是和成功相伴，是一种盛举，是并购企业的伟业。即使一些大举并购的受挫都没有被视为失败，而是殊荣备至，成为业界英雄。尤其是在中国企业实施海外并购时，人们甚至为之欢呼雀跃、奔走相告。当 TCL、京东方、明基等企业进行海外并购重组时，大部分媒体为之欢呼的激情似乎已经大大超过理性的思考。然而当潮水退去之后，现在来看，上述企业的这几宗并购并没有为它们带来美好的结局。近几年联想等企业几宗大规模的海外并购，看似已经成功，但是它们能否最终逃出并购的“赢家诅咒”^①目前仍无最终定论。

在过去的几十年里，关于并购重组的研究可谓浩如烟海、不计其数，而在这些并购重组的研究中，“并购重组是否创造价值”^②更是研究中的重中之重。因为正确认识这一研究课题，无论是对企业、投资者还是立法者、监管者都具有重大意义。西方学者在不同的历史时期和环境条件下，从各种角度对企业并购作过许多详细的研究，并取得了较为丰硕的研究成果。国内学者的研究主要从上世纪末期开始，虽然起步较晚，但是也取得了一定的成果。

虽然研究文献众多，但是因为并购重组研究的角度、方法和样本的差异，企业并购重组价值创造这一问题在学术界和实业界都没有达成一致的观点。从以往研究的结论看，并购重组的价值创造存在很大的不确定性。

由于上市公司并购重组不仅影响证券市场，而且还需动用大量的社会资源，牵涉到全社会资源在各个相关利益集团之间的再分配。因此本文从我国并购重组的实际情况出发，对上市公司并购重组的绩效进行了实证研究，分析论证我国的并购重组活动究竟能否创造价值这一问题。所以，本文的研究无论对于企业决策者、投资者还是监管者都具有重要的现实意义。

三、研究方法

论文在方法上采用了历史阐述与现实分析相结合、理论论证与实证研究相结合、定性分析和定量分析相结合等多种方式，对发生在我国上市公司的重大资产重组进行了实证研究。

对于上市公司并购重组绩效的研究方法主要包括基于股票价格变化的事件研究法，基于财务数据的会计研究法，基于公司管理层的访谈调查研究以及基于管理咨询界专家经验的案例研究，其中前两种是典型的学术研究方法。事件研究

① 历史上大量并购案例表明，看似成功的赢家却往往笑不到最后，这成了“赢家诅咒”(winner curse)规律。

② 在本文，价值、业绩和绩效概念经常互换。

法是现代金融学的经典研究方法，它通过考察并购重组前后上市公司在二级市场上的股价走势，来研究并购重组是否为股东带来超额收益；会计研究法是一种使用单一财务指标或者建立财务指标体系，来评价公司的经营绩效，从而对绩效的变化做出比较的研究方法。

本文主要运用建立财务指标体系的会计研究法和事件研究法对上市公司的重大资产重组绩效进行实证检验。

四、论文框架

除绪论外，其余各章的具体安排如下：

第二章 重点介绍并购重组的基本概念和分类，对并购重组比较模糊、容易混淆的相关名称和术语进行辨析。

第三章 采用历史研究法阐述并购重组的历史。本章节的并购重组历史回顾并不是简单的罗列这些并购重组历程，而是先分析各个并购重组浪潮所处的环境、并购的类型和方式，然后定性地研究当时的并购重组是否为企业和社会创造了价值，进而归纳出企业并购重组的规律。从本章节可以得出，几乎每次并购重组浪潮都有其特定原因和促进因素，每次并购重组浪潮的出现都伴随着宏观经济和证券市场的复苏和繁荣，而并购重组浪潮的终结，也正是宏观经济和证券市场的衰退。

第四章 在总结参考相关文献的基础上，从理论层面对企业并购重组的动因进行分析研究。并购重组理论是西方经济学中最活跃的领域之一，西方学者通过长期的研究，已经形成了形形色色的研究结论。本章节主要回顾比较成熟的理论，并且结合我国的实际情况，介绍我国学者提出的一些相关理论和研究。

第五章 总结国内外并购重组的实证研究文献，分别运用财务指标法和事件研究法对发生在我国上市公司中的重大资产重组进行实证研究。本章节两种研究方法的样本数据相同，都以发生在 2002 年我国证券市场上的重大资产重组为研究样本。通过两种研究方法，得出一些相关结论，并且互相对比验证这些结论。

第六章 总结全文的研究，指出贡献和不足。

第二章 并购重组的类别

并购重组活动虽然已经成为经济领域频繁发生的现象,但是有关并购重组的概念并没有一定的定义。在谈及并购重组活动时,理论界和实务界经常使用一系列相互关联而又彼此区别的名词术语,例如:收购、合并、兼并、接管、重整、重组和资产重组等。无论从法学、经济学理论角度,还是从并购重组实务角度,目前对这些概念的定义都没有形成精确和一致的说法,从而造成了并购重组相关概念使用的混乱。

概念的不确定性,也导致了有关并购重组活动的分类不尽相同。檀向球(1999)把中国的并购分为五类:对外并购扩张、股权转让、上市公司资产剥离与股权出售、资产置换、其他混合并购。^①林国春(1998)将其分为整体收购兼并、股权转让、股权投资、受让股权(资产)、资产置换、二级市场并购、包销股票(配股)、其他等八类。^②胡继之、王文立(1997)把上市公司的并购归纳为:整体并购、投资控股并购、股权有偿转让、资产置换,二级市场并购、股权无偿划转等六类。^③《中国证券报》则将其分类为股权转让、收购兼并、资产剥离或股权出售、资产置换等四种类型。

我国学术界和实务界之所以对并购重组活动相关类型的分类不同,主要是因为并购重组是一种极为复杂的社会和企业行为,其适用的法律法规不断变换,而且并购重组的手段和内容随着资本市场的发展而不断创新和丰富,这些都导致了并购重组相关概念在内涵和外延上均有不同程度的重叠和交叉。这种混乱局面使得我们难以准确地描述并购重组现象,难以精确地统计并购重组事件,难以正确地评价并购重组行为。因此,本章节将对并购重组的内涵和外延做出界定,然后对相关概念进行辨析。^④

① 檀向球. 上市公司报表性和实质性兼并重组鉴别与分析[J]. 统计研究, 1999(12): 15-19.

② 林国春. 我国上市公司资产重组的发展趋势研究[J]. 君安证券通讯, 1998(12): 25-30.

③ 胡继之、王文立. 上市公司并购行为研究[M]. 深圳证券研究所, 1997.

④ 本章节对并购重组相关概念的阐述,主要是对模糊不清的各个概念的内涵和外延、广义和狭义不同理解的分析。对于法律上的概念,如吸收合并、新设合并等比较明确清晰的概念本文将不做过多的论述和辨析。本章的部分内容主要根据张新所著《中国并购重组全析——理论实践和操作(上册)》(上海三联书店 2004 第一版)一书整理总结而成。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库